

当前西方经济学界财政政策新视点

乔慧

当前,世界经济仍面临下行风险和不确定性,超宽松的货币政策局限性日益凸显,美国等发达经济体主流经济学家和官员在此背景下呼吁重新认识财政政策的作用,将财政政策的重要性提到前所未有的高度,似有意重启积极的财政政策。

财政政策的“旧四条”和“新五条”

美国白宫经济顾问委员会主席杰森·福尔曼近日表示,10年前,经济学家对财政政策的主流观点可概括为四点,即“旧四条”:一是作为稳定经济的工具,货币政策比财政政策更有优势,因为后者存在效果和退出的时滞;二是即使政策制定者选择了正确的时间,自由裁量的财政刺激也可能无效(李嘉图均衡)或有负作用(高利率和对私人部门的挤出效应);三是财政稳定应被谨慎对待,因为财政政策的优先选项是长期财政平衡;四是政策制定者容易忽略前三点,那么至少应确保财政政策只作为货币政策产生效果之前的短期选择,并且最小化其负面效应。

而过去八年中,经济学家们在经济增长乏力且均衡利率持续下行的环境下,通过对经济政策深入观察研究,颠覆了过去对财政政策的“旧四条”认知,逐渐形成了“新五条”:一是作为货币政策的补充,财政政策是有效的逆周期政策;二是自由裁量的财政刺激可以非

常有效,甚至会有一定条件下带来私人投资的挤入效应,而利率的相应提高也可能是件好事;三是财政政策的空间比传统认知更广阔,因为财政刺激政策可以自担成本或成本低于预期;发达经济体的财政空间随经济增长而扩大,且财政刺激政策可以与长期的财政稳固相结合;四是持续的财政刺激政策大都卓有成效,尤其是在增加投资、扩大总供给方面;五是国家间的财政政策相互协调可能更有成效。这种重新审视财政政策的主流声音值得关注。

财政政策新视点的现实经验和理论研究

(一) 货币政策无法单独实现政策目标,需充分使用财政政策

从某种程度上说,欧美经济学家形成这一观点主要是由于货币政策自身的局限性:长期以来,发达经济体的均衡利率一直很低,影响名义利率水平。许多发达经济体实际利率水平从80年代开始下行,至2007年金融危机爆发前达到低点。持续且广泛的实际利率下行意味着即使利率从后危机时代的低点部分反弹,也无法达到危机前水平,因此,未来传统货币政策的效力将受到更大制约。诺贝尔经济学奖得主克里斯托弗·西姆斯在2015年底表示,如果央行以促进经济增长为主要目标,就可能过于频繁地使用货币政策,一定程度上导

致价格水平和利率的频繁波动。所以,促进经济增长应该更多依赖财政政策工具、结构调整和改革等。正如2013年时任美联储主席伯南克出席国会货币政策听证会时所言,虽然货币政策正在推动更强劲的复苏,但货币政策不能担负起确保经济更快复苏和健康增长的责任,无论从短期还是长期来看,经济表现仍取决于财政政策的进程。

同时,当前的低利率也为实施积极财政政策提供了基础。以七国集团(G7)国家为例,其国债实际收益率已接近零或者是负值,尽管经济增速大幅放缓,但增长率仍高于国债收益率1个百分点以上,适当的财政赤字不仅可以促进经济增长,也是可持续的。美联储主席耶伦在2016年6月的记者会上表示,财政政策可能成为未来美国经济增长的重要工具。欧洲央行决策者之一、奥地利国家银行行长诺沃特尼近期指出,为确保经济增长,欧元区需要采取除货币政策外的其他措施,财政政策或需要变得更具扩张性。美国前财长劳伦斯·萨默斯认为,欧洲、日本、美国都尚未充分使用财政政策。国际货币基金组织(IMF)总裁拉加德于2016年2月表示,财政政策的作用非常关键,决策者应该相互合作,制定大胆的、广泛的财政政策,各国官员应共同采取真正的财政和改革行动。

(二) 财政扩张可直接产生经济效

应,但也需货币政策配合

很多研究和现实经验表明,财政扩张政策可以非常有效。美国前白宫经济顾问委员会主席克里斯蒂娜·罗默对美国二战以来的外生性税收变化进行的实证研究发现,外生性税收变化可以对投资产生高达3倍的乘数效应。

此外,当政策利率处于有效下限时,财政政策可以更有效。经济合作与发展组织(OECD)的研究报告指出,无论利率渠道还是汇率渠道,货币政策都无法替代财政政策的作用。财政政策可以吸引私人投资并提高社会总需求,从而提振经济增长。当某一经济体有很大的产出缺口,且宽松货币政策处于有效下限时,财政扩张可通过提高通胀预期扩大私人投资,降低实际利率。哥伦比亚大学教授伍德福德的研究显示,在零利率下限时,财政支出增加通胀预期,不仅不会提高真实利率,还会降低真实利率,从而使财政支出的乘数效应大于1;但当居民预期零利率政策不会持续很久且未来政府将通过增税来弥补支出时,乘数效应会减小。因此,货币政策的配合非常重要。一些专家认为,货币当局如果在财政扩张政策时回归泰勒规则,则会明显降低财政乘数。坎佐内里对加拿大1962—2003年的季度数据进行研究发现,政府支出乘数在20世纪80年代出现明显下降,主要由于加拿大的货币政策从之前的稳定汇率转向标准的泰勒规则。

另一方面,即使财政政策导致了更高的均衡利率,也可能是件好事。因为需求持续增长且均衡利率提高,可以为传统货币政策创造空间,防范未来的经济下行。美国前财长劳伦斯·萨默斯指出,较高的均衡利率会抵消一些长期经济停滞的负面影响,提高中性利率并因此为传统逆周期货币政策创造更多空间。

(三) 财政政策的空间比传统认知

更广阔

质疑财政刺激政策的观点认为,逆周期财政政策的财政空间非常有限。例如,欧洲主权债务危机就是由毫无节制的政府支出导致的。事实上,美白宫经济顾问委员会委员杰伊·香博的研究表明,爆发主权债务危机的国家还存在资产泡沫或银行破产等非财政问题;爱尔兰和西班牙等国发生主权债务危机更多是全球金融危机造成的,与主权债务无关。财政政策的空间比传统认知更广阔。

一方面,财政刺激政策带来的经济增长可提高财政可持续性。OECD 2016年报告显示,赤字可持续性的关键度量指标不是单纯的赤字规模,而是赤字GDP占比。当货币政策遇到瓶颈时,财政政策可更有效的刺激产出,使产出增速超过赤字增速,降低赤字GDP占比,提高财政可持续性。IMF 2014年报告认为,需求侧的刺激在一定程度上可使通胀向目标水平靠近,有助于财政赤字的可持续性;考虑到政府投资的供给侧

效果,其提高财政可持续性的效果会更好:基础设施投资可更大力度刺激经济,增加税收。可以说,加大基础设施支出,相当于节省了未来的维护成本,如果维护费用的增速高于实际利率,则增加的投资将降低未来的维护费用,提高政府资产负债表净现值,将未来或有负债转为较小的近期债务。2011年诺贝尔经济学奖得主托玛斯·萨金特表示,在美国历史中,建立债务可持续性的关键是名义增长率,而非财政整顿。

另一方面,赤字的最优水平不是一成不变的,而是因情况而异。评估财政风险,更重要的是以向前看的方式规划好财政缺口和可解释的或有负债。美国前国会预算办公室主任道格拉斯·伊曼多夫的研究显示,一个经济体的最优政府存量债务占比取决于可削减债务的比重;如果实际利率一直低于之前预期,则最优债务存量应相应调高。经济学家、欧洲央行和世界银行顾问里卡多·卡巴雷罗称,当前金融市场面临安



全资产短缺问题；财政刺激政策有助于提高长期债券的安全性，减轻安全资产的短缺程度。基于当前利率，资本市场判断大多数国家的国债都是安全的。

（四）财政政策有更快的刺激效果，投资性支出效应最显著

加州大学伯克利分校教授瓦莱瑞尔·雷米近期的研究显示，财政政策有更快的刺激效果，而货币政策对经济产生实质性影响需要几个季度，效应最大化需要一年半甚至更久。在当前总需求受增长和通胀拖累显现持续不足的全局经济环境下，可持续的财政政策很有必要，其在增加总需求、扩大产出和总供给方面卓有成效。

从分类财政政策的效应来看，财政投资性支出的乘数效应最为显著。IMF研究发现，占GDP1%的政府投资会带来持续的投资增长和消费增长，从而推动经济增长；而且，这种财政支出可以通过增加政府税收和降低债务GDP占比进一步创造财政空间。投资于创新有更高的长期回报。IMF研究显示，每年占GDP0.4%的研发投入可以提高发达经济体5%的长期经济产出水平。

（五）财政政策有全球溢出效应，各国政策协调更高效

当前全球普遍需求不足且利率走低，需求收缩会产生迅速且强大的跨国溢出效应。如果一国由于财政整顿造成需求紧缩，一般情况下会带来货币贬值和经常账户盈余；同时进口减少，影响相关国家利率走低，如果相关国家有宽松货币政策的空间，则很容易抵消需求减少造成的影响。但在利率有效下限时，其他国家的货币政策难以抵消需求紧缩的影响。因此，一国的财政政策会更直接地对GDP产生溢出效应。

同样，财政扩张政策不仅会增加本国总需求，还会增加相关贸易伙伴国总需求。即使商业投资受较低的经济增速（尤其是全球GDP低增速）拖累而减

少，各国协调的扩张政策仍可刺激投资并提振经济增长。诺贝尔经济学奖得主斯蒂格利茨于2016年3月表示，全球需要宏观经济协调，G7国家应该关注协调刺激需求的方面；当前货币政策已达到极限，目前推出刺激性财政政策合乎时宜；全球经济需求欠缺，全球需要加紧协调工作以缓解全球失衡的状况。IMF报告认为，一国实行约占GDP1%的持续性财政扩张政策将面临赤字和债务的增加，但若区域内各国协同实施刺激政策，则各地区经济增速至少提高1个百分点，推动全球经济增长2.3个百分点，债务GDP占比也将降低。各国加强财政政策协调的重要性愈发凸显。2016年二十国集团(G20)杭州峰会将财政政策作为实现强劲可持续发展的三大政策工具之一。

针对财政政策的几点思考

（一）发达经济体正酝酿更积极的财政政策

当前，由于欧日等发达经济体货币政策空间受限，美欧日等发达经济体的政界和学界涌起新思潮，重新认识财政政策在宏观经济政策中的重要地位。财政政策的重要性和独特地位正受到越来越多的认同。西方主流经济学家普遍认为，从供给侧角度看，如果回报率高于政府借债成本，积极的财政政策就有其合理性。理想的财政政策是短期扩张与中长期可持续性相结合。实际上，财政政策能否取得预期效果仍取决于该国的体制机制环境和具体国情。

美欧日等发达经济体的宏观经济政策施政重点或转向更加倚重适度扩张的财政政策。如日本政府于2016年8月推出了28.1万亿日元的新财政刺激计划，但日本债务率高企，大规模的财政刺激计划若不辅以必要的结构性改革政策，其成效必大打折扣。美国当选总统特朗普也承诺将采取积极的财政政策，扩大

基础设施建设与减税并举。欧洲方面，英国政府表示将重新审视中期财政整顿计划，欧委会也向欧洲议会和欧盟理事会提交了《欧元区应实施积极财政政策的建议》，将2017年整体财政扩张规模目标确定在GDP的0.5%。受制于现有法律法规等制度约束，美国的主要问题是相对较弱的自动稳定器。近几年，美国通过改进财政体系并实行全民医保提高了自动稳定器效应，但进一步发挥自动稳定器效应仍有待国会进一步授权。欧元区实施积极财政政策则面临更大的挑战：只有统一的货币金融机构，而没有统一的财政政策和相关施政机构。欧盟《稳定与增长公约》对成员国的赤字率做出了刚性要求，事实上，欧盟不少成员国需在积极财政政策与财政巩固之间取得平衡，其扩张的政策空间极其有限。发达经济体何时能拿出具体、量化的积极财政政策方案，仍有待进一步观察。

（二）我国财政政策似可适度加码

我国一向重视积极财政政策的作用。党的十八届三中全会更是将财政政策提高到国家治理的基础和重要支柱的高度。财政政策不单是经济政策，也应兼顾效率与公平，更是一种社会政策。2016年以来，我国积极财政政策持续加码增效，通过适当提高赤字率，承接了实体经济去杠杆对总需求造成的冲击，有力支持了供给侧结构性改革。财政政策不仅在宏观经济政策框架中连接起货币政策和结构性改革，还在国家治理框架内同时促进着公平与增长。针对中国经济目前运行的矛盾和存在的问题，在继续运用好稳健货币政策和供给侧结构性改革的同时，财政政策应更加积极有效，在2016年基础上似可适度加码，以推动我国经济在2017年有更好的表现。

（作者单位：财政部国际财经中心）

责任编辑 黄悦